

强烈推荐-A (维持)

明阳智能 601615.SH

目标估值: 20-22 元

当前股价: 14.97 元

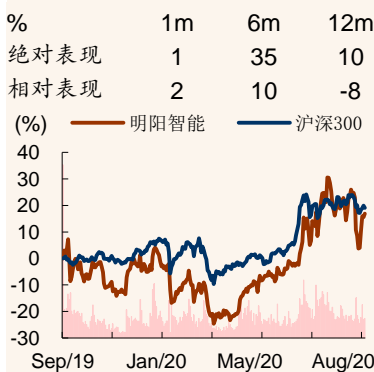
2020 年 09 月 17 日

业绩高质量增长延续, 风机交付进一步加速

基础数据

上证综指	3284
总股本(万股)	140307
已上市流通股(万股)	92475
总市值(亿元)	210
流通市值(亿元)	138
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	80.0%
主要股东	靖安洪大招昆股权投资
主要股东持股比例	16.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《明阳智能(601615)——半年报高质量增长, 整机毛利率确认进入上升期》2020-08-20
- 2、《明阳智能(601615)——前瞻布局漂浮式, 持续保持海风强竞争力》2020-07-31
- 3、《明阳智能(601615)——业绩高质量增长, 风机交付加速》2020-07-09

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

赵旭

zhaoxu2@cmschina.com.cn
S1090519120001

公司发布 2020 年三季度业绩预增公告, 预计三季度归母净利润 8-9 亿元, 同比增长 56%-75%; 扣非归母净利润 7.7-8.7 亿元, 同比增长 72%-94%。2020 年第三季度公司归母净利润 2.69-3.69 亿元, 同比增长 50%-105%。公司经营整机业务多年, 掌握半直驱核心技术, 在海上整机制造领域具备较强优势。随着海上风电招标放量, 公司大概率会持续收获海上订单, 继续领跑海上竞争。维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 20-22 元。

- **2020 年前三季度高质量增长延续。**公司发布 2020 年三季度业绩预增公告, 预计 2020 年三季度归母净利润 8-9 亿元, 同比增长 56%-75%; 扣非归母净利润 7.7-8.7 亿元, 同比增长 72%-94%。
- **整机交付继续提速, 毛利率环比提升。**公司业绩预告质量较高, 2020 年第三季度公司归母净利润 2.69-3.69 亿元, 同比增长 50%-105%。考虑到公司上半年毛利率、净利率与运营板块的经营情况, 保守估计公司 2020 年前三季度交付整机约 3.6-3.7GW, 其中第三季度交付整机可能为 1.6-1.7GW, 环比 Q2 增长 0.37-0.47GW, 交付提速, 预计毛利率环比 Q2 也有所提升。随着出货量的增长, 预计 2020-2021 年公司整机业务毛利率将有较大幅度的提高: (1) 2020 年陆上并网节点临近, 下半年为交付密集期; (2) 公司正在交付价格上升区间的订单; (3) 海上主力机型有望持续放量, 规模效应得以体现。
- **掌握于半直驱核心技术, 产品竞争力强。**目前机组大型化趋势明显, 我们更倾向认为, 大机组时代比拼的是在一定安全阈值下机型的基本素质, 半直驱在体积与重量方面可能具备先天优势。半直驱技术路线兼备直驱与双馈的优点, 相较直驱式体积更小、重量更轻, 且可靠性强于双馈式。目前如 Vestas 8MW、Gamesa 5MW、Multibrid(Areva)5/6MW, 8MW 等大型风机均采用半直驱路线, 预计未来单机功率大型化会进一步推动半直驱技术广泛应用。公司产品具备较强竞争力, 尤其是公司在海上风电领域的优势较难复制, 可能会走出不同的发展路线, 最终通过海上风机打开国际市场, 直面国际整机巨头并与其竞逐海上整机制造。
- **投资建议:**公司在整机制造领域具备较强竞争优势, 将持续受益于海、陆抢装。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 15.1、25.3 亿元, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 20-22 元。
- **风险提示:**海上风电并网速度低于预期, 政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6902	10493	25737	31453	36049
同比增长	30%	52%	145%	22%	15%
营业利润(百万元)	380	739	1781	3014	3705
同比增长	6%	94%	141%	69%	23%
净利润(百万元)	426	713	1508	2528	3104
同比增长	20%	67%	112%	68%	23%
每股收益(元)	0.39	0.52	1.07	1.80	2.21
PE	38.8	29.0	13.9	8.3	6.8
PB	3.7	3.1	2.6	2.1	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11663	22580	44145	52493	60367
现金	3313	10773	15401	17799	20755
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	423	3	7	9	10
应收款项	5489	4752	11606	14183	16256
其它应收款	248	298	732	895	1025
存货	1445	2811	6773	7972	9030
其他	745	3942	9626	11635	13291
非流动资产	10669	12116	12338	12499	12604
长期股权投资	404	422	422	422	422
固定资产	5185	4656	5014	5297	5510
无形资产	1041	1176	1058	952	857
其他	4039	5863	5843	5828	5816
资产总计	22332	34696	56483	64992	72971
流动负债	10099	18162	38496	44877	50447
短期借款	1285	1375	850	750	600
应付账款	5599	7534	18203	21424	24267
预收账款	1864	6859	16573	19505	22094
其他	1351	2395	2870	3198	3486
长期负债	7344	9441	9441	9441	9441
长期借款	3106	2849	2849	2849	2849
其他	4239	6593	6593	6593	6593
负债合计	17444	27604	47937	54318	59888
股本	1104	1380	1403	1403	1403
资本公积金	2615	3975	3975	3975	3975
留存收益	734	1366	2767	4842	7188
少数股东权益	436	371	402	454	517
归属于母公司所有者权益	4452	6721	8144	10220	12565
负债及权益合计	22332	34696	56483	64992	72971

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	276	5755	6985	4166	5160
净利润	426	713	1508	2528	3104
折旧摊销	358	454	477	487	494
财务费用	326	260	669	745	876
投资收益	(63)	(290)	(230)	(180)	(180)
营运资金变动	(719)	4695	4489	518	790
其它	(52)	(77)	72	67	76
投资活动现金流	(1172)	(2143)	(470)	(470)	(420)
资本支出	(1726)	(2340)	(700)	(650)	(600)
其他投资	554	198	230	180	180
筹资活动现金流	1075	3933	(1887)	(1298)	(1784)
借款变动	(162)	288	(1133)	(100)	(150)
普通股增加	0	276	23	0	0
资本公积增加	1	1360	0	0	0
股利分配	0	(64)	(108)	(452)	(758)
其他	1236	2073	(669)	(745)	(876)
现金净增加额	179	7545	4628	2398	2956

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6902	10493	25737	31453	36049
营业成本	5171	8116	19609	23079	26142
营业税金及附加	77	52	128	156	179
营业费用	715	895	2059	2516	2884
管理费用	365	419	1029	1258	1442
研发费用	197	298	772	944	1081
财务费用	257	267	669	745	876
资产减值损失	80	(79)	80	80	80
公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收益	88	83	80	80	80
投资收益	93	288	150	100	100
营业利润	380	739	1781	3014	3705
营业外收入	14	18	18	18	18
营业外支出	8	9	15	15	15
利润总额	387	748	1784	3017	3708
所得税	(36)	86	245	438	541
少数股东损益	(3)	(51)	31	52	63
归属于母公司净	426	713	1508	2528	3104

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	30%	52%	145%	22%	15%
营业利润	6%	94%	141%	69%	23%
净利润	20%	67%	112%	68%	23%
获利能力					
毛利率	25.1%	22.7%	23.8%	26.6%	27.5%
净利率	6.2%	6.8%	5.9%	8.0%	8.6%
ROE	9.6%	10.6%	18.5%	24.7%	24.7%
ROIC	7.4%	6.9%	17.0%	22.4%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	78.1%	79.6%	84.9%	83.6%	82.1%
净负债比率	21.7%	13.9%	6.5%	5.5%	4.7%
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.3	3.8	4.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	1.3	2.0	3.1	2.4	2.4
应付帐款周转率	0.9	1.2	1.5	1.2	1.1
每股资料 (元)					
EPS	0.39	0.52	1.07	1.80	2.21
每股经营现金	0.25	4.17	4.98	2.97	3.68
每股净资产	4.03	4.87	5.80	7.28	8.96
每股股利	0.06	0.08	0.32	0.54	0.66
估值比率					
PE	38.8	29.0	13.9	8.3	6.8
PB	3.7	3.1	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	58.1	39.5	18.4	12.7	10.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。